

Policy mix et globalisation financière

Cette étude, dont le champ dépasse les économies africaines, mais qui n'intègre pas les politiques structurelles, particulièrement importantes pour les pays en développement, privilégie trois questions.

- *Comment la globalisation financière affecte-t-elle le policy mix ?*
- *Quels sont les objectifs et les modalités de gestion d'un policy mix "efficient" ?*
- *Quels sont les principaux enjeux en union monétaire, notamment en zone euro et en Zone franc ?*

La globalisation financière a renouvelé le débat sur le policy mix qui est désormais placé sous une surveillance des marchés d'autant plus étroite que l'économie considérée est intégrée internationalement. Dès lors, la crédibilité du policy mix apparaît comme une condition de son efficience.

Cette crédibilité ne peut être obtenue qu'en affectant à chaque autorité un objectif spécifique, à savoir la stabilité des prix, avant tout, pour l'autorité monétaire et la soutenabilité de la dette publique, pour l'autorité budgétaire. En outre, le maintien de cette crédibilité suppose notamment :

- *une absence de coordination ex ante, au risque de remettre en cause la cohérence intertemporelle des politiques menées ;*
- *un certain pragmatisme dans la mise en œuvre ;*
- *une très grande transparence, contrepartie naturelle de l'indépendance octroyée à l'autorité monétaire et du pouvoir discrétionnaire potentiel de l'autorité budgétaire.*

Enfin, sont décrits les principaux enjeux en union monétaire. Au niveau stratégique, il s'agit de la coordination des politiques budgétaires nationales afin de minimiser la tentation de faire "cavalier seul" ou le risque d'aléa moral, d'une part, et afin de conserver les marges de manœuvre permettant de répondre à des chocs asymétriques, d'autre part. Au niveau pratique, l'enjeu majeur est de maintenir un dialogue permanent entre autorités indépendantes, grâce au respect de diverses règles et au rôle de nombreuses instances de discussion.

Marc-Olivier STRAUSS-KAHN
Directeur général des Études et des Relations internationales

NB : Cet article reprend, pour l'essentiel, un discours prononcé à l'occasion du trentenaire de la Banque des États d'Afrique centrale (BEAC), le 21 novembre 2002 à Libreville (Gabon). Cet exposé sur le thème de « l'efficience du policy mix à l'heure de la globalisation financière » a été préparé avec S. Avouyi-Dovi, E. Carrère, S. Gouteron, F. Mouriaux et a bénéficié des commentaires de C. Pfister. Les erreurs et omissions n'engagent toutefois que l'auteur.

Le « *policy mix* » est souvent défini comme le « dosage » entre la politique monétaire et la politique budgétaire. Sous cet angle, il apparaît comme une action globale visant à faire interagir des mesures monétaires et budgétaires dans des conditions et des proportions pré-convenues. Mais, en réalité, compte tenu de la complexité des relations en jeu, un certain *policy mix* peut être constaté comme un état de fait sans avoir fait l'objet d'une concertation préalable entre les autorités concernées.

La « globalisation », ou la mondialisation financière, peut être définie, quant à elle, comme l'intégration des systèmes financiers nationaux ou régionaux dans les marchés financiers internationaux (World Bank, 2002b). Cette intégration suppose que les pouvoirs publics aient libéralisé le secteur financier interne et les mouvements de capitaux avec l'extérieur. Sans négliger le poids des autres agents intervenant dans le processus d'intégration financière, les pouvoirs publics jouent donc un rôle primordial dans l'avènement de la mondialisation financière.

S'interroger sur l'interaction entre *policy mix* et globalisation financière apparaît alors comme un sujet d'actualité doublement pertinent.

C'est un sujet d'actualité comme le montre le nombre de travaux publiés sur ce thème, par exemple par Stiglitz (2000), Schmukler et Zoido-Lobaton (2001), Ravallion (2000 et 2002) et Bhalla (2002). En effet, la mobilité des capitaux peut faciliter l'accès à des types de financement nouveaux et plus abondants et accélérer le développement du secteur financier en favorisant l'amélioration des infrastructures, la réduction de l'asymétrie d'information, la discipline des acteurs financiers, la présence d'investisseurs étrangers, etc. Toutefois, comme on l'a observé dans les crises récentes en Amérique latine, elle peut aussi s'accompagner d'épisodes d'instabilité financière. C'est notamment le cas lorsque le *policy mix* est perçu par les investisseurs nationaux ou étrangers et par les marchés comme étant inapproprié. De ce fait, le *policy mix* devient l'objet d'une attention soutenue de la part des experts économiques et de marché.

C'est aussi un sujet doublement pertinent :

- d'une part, devant un auditoire de banques centrales, membres d'unions monétaires, il revêt une dimension particulière parce que l'association d'une politique monétaire unique avec des politiques budgétaires nationales différentes requiert la mise en œuvre de solutions originales ;
- d'autre part, il s'impose dans toute réflexion de fond sur l'avenir économique de l'Afrique à côté d'autres thèmes fondamentaux, liés notamment aux réformes structurelles.

Ce deuxième point mérite quelques développements liminaires car l'Afrique occupe toujours une part marginale dans l'allocation internationale des capitaux ¹. En outre, dans la plupart des pays africains, la libéralisation financière interne et externe reste limitée ². Aussi les marges de progression, en termes de bancarisation et de développement des marchés financiers, sont-elles importantes pour les pays africains, notamment ceux de la « Zone franc », même si des efforts notables ont déjà été consentis dans ce domaine. C'est pourquoi les pays africains peuvent tirer des enseignements utiles de l'expérience des autres continents pour parvenir, de manière ordonnée et progressive, à leur intégration dans la finance mondialisée. Cette intégration devra être, bien évidemment, accompagnée de réformes structurelles visant notamment à réduire la pauvreté, à stimuler la formation en vue d'obtenir un capital humain de qualité et, plus généralement, à améliorer le niveau de vie, ce qui devrait se traduire notamment par une augmentation de l'espérance de vie.

Chacun s'accorde sur l'idée qu'un *policy mix* « efficient » (c'est à dire « équilibré » ou « optimal », tous termes considérés ici comme des synonymes) est une condition nécessaire pour assurer une croissance régulière et non inflationniste. Pour autant ce n'est pas une condition suffisante. En effet, l'efficience du *policy mix* ne peut se juger de manière indépendante des autres politiques — notamment structurelles — concourant à un véritable décollage économique et à un développement durable (l'annexe 1 souligne combien, en Afrique, les progrès sont urgents en la matière).

L'analyse des politiques structurelles ne pouvant toutefois être intégrée dans cet article dont le champ est nettement plus réduit, il convient de se focaliser sur les trois questions suivantes :

- comment la globalisation financière affecte-t-elle le *policy mix* ?
- quels sont les objectifs et les modalités de gestion d'un *policy mix* équilibré ?
- quels enjeux, aux niveaux stratégique et pratique, se posent aux unions monétaires, notamment de la Zone franc et de la zone euro ?

¹ À titre d'exemple, selon la Banque mondiale, en 2000, le flux net de capitaux vers l'Afrique subsaharienne était de 18,5 milliards de dollars contre 261,1 milliards pour l'ensemble des pays à revenus moyens et faibles. À la même époque, les investissements directs étrangers (IDE) en Afrique subsaharienne s'élevaient à 5,58 milliards de dollars, soit 2,4 % des IDE des pays en développement et seulement 0,5 % des IDE mondiaux.

² Selon la Banque mondiale, en 1999, la capitalisation boursière de l'ensemble des pays de l'Afrique subsaharienne était de 275,7 milliards de dollars (contre 142,6 milliards en 1990) soit 0,77 % de la capitalisation boursière totale (ou 11,4 % de celle des pays à revenus moyens et faibles).

1. Comment la globalisation financière affecte-t-elle le *policy mix* ?

La dernière vague de libéralisation des mouvements de capitaux a renouvelé la problématique de l'articulation des politiques monétaire et budgétaire, en plaçant le *policy mix* sous une surveillance des marchés d'autant plus étroite que la zone considérée est intégrée dans la finance globalisée.

1.1. La globalisation financière renouvelle incontestablement le débat sur le *policy mix*

Mundell, en 1963, a étudié l'impact de la mobilité des capitaux sur le *policy mix*. Raisonant tout d'abord dans le cadre d'un système de change fixe, il a recommandé d'affecter un instrument à chaque objectif, selon la règle de Tinbergen ; dans ce schéma, l'instrument budgétaire est prioritairement affecté à la stabilisation de l'activité, tandis que l'instrument monétaire l'est à la stabilisation du taux de change.

Ce principe a suscité deux critiques majeures :

- la première a été formulée par Mundell lui-même. En raison de la mobilité des capitaux et de la non fixité des prix, il y a incompatibilité entre un taux de change fixe et une politique monétaire indépendante. Ceci revient à dire que la stérilisation des flux de capitaux est impossible lorsque leur mobilité est parfaite. En outre, les prix ne sont pas fixes comme Mundell le suppose, mais semi-flexibles. La politique monétaire doit viser à les stabiliser et ne peut plus être exclusivement affectée à la stabilisation du taux de change. Mundell a alors élargi sa perspective au régime de change flexible, l'instrument monétaire étant désormais affecté à la stabilité des prix. Pour autant, un pays ne peut se désintéresser de l'évolution du taux de change, notamment comme indicateur de l'orientation de la politique monétaire et en raison de son impact sur l'activité et les prix ;
- la seconde porte sur le mode de formation des anticipations des agents et annonce le changement de paradigme de ces trente dernières années concernant les politiques de stabilisation. Les anticipations des agents ne sont pas nécessairement adaptatives, mais peuvent être rationnelles, ce qui rend les multiplicateurs monétaire et budgétaire instables. Dans ce cadre, les décisions de politique économique sont intégrées par les agents économiques qui sont susceptibles d'adapter leur comportement en fonction de l'ensemble des informations disponibles (« Critique de Lucas », 1976). Il est alors impossible de considérer que les multiplicateurs résultent d'un ratio entre deux variables. À titre d'exemple, alors qu'on attend un effet positif du multiplicateur budgétaire – l'augmentation de la demande publique induisant celle de la production –, celui-ci peut être négatif si les agents économiques perçoivent l'accroissement de la dépense publique comme un signe précurseur d'une future réduction de leur dépense. Kydland et Prescott (1977) ont montré que l'efficacité du *policy mix* résulte finalement d'une interaction entre les autorités (monétaire et

budgétaire) et les agents économiques. C'est en cela que la notion de crédibilité des autorités est nécessaire et prend toute son importance.

De cette nécessaire crédibilité découlent deux idées :

- la première consiste à supposer la cohérence intertemporelle des décisions des autorités monétaire et budgétaire. Aussi une décision visant un objectif immédiat ne doit-elle pas remettre en cause un objectif de moyen ou long terme, ou être suivie d'une révision de l'objectif en sens contraire peu de temps après. Il s'agit avant tout de fixer au cours du temps des objectifs clairs, aisément vérifiables et réalistes. L'indépendance de chacune des autorités (notamment vis-à-vis l'une de l'autre) apparaît alors comme une condition de la poursuite, voire de la réussite, des objectifs.
- la deuxième porte sur les bénéfices potentiels de la globalisation (l'apparition de nouveaux types de financement, l'abondance de crédits, l'amélioration de l'infrastructure financière, le développement des marchés financiers, etc.). Théoriquement, et les faits vont dans ce sens, les avantages de la globalisation financière sont en général plus élevés pour les pays qui ont déjà atteint un certain niveau de développement des marchés financiers et qui s'attachent à mener des politiques économiques transparentes, cohérentes et prudentes : il s'agit d'attirer et de retenir les capitaux étrangers à moindre coût par un *policy mix* efficient, accompagné de réformes structurelles adaptées conduisant à des perspectives d'évolution favorable des « fondamentaux » (voir annexe 2).

1.2. La globalisation met le *policy mix* « sous haute surveillance »

L'importance d'un policy mix efficient

Un *policy mix* « non équilibré », surtout en cas de doute sur les fondamentaux, est un facteur permissif, voire déclencheur, de turbulences financières.

La libéralisation des marchés financiers peut se traduire par une augmentation sensible de la volatilité des marchés et du risque d'occurrence des crises, induite par l'impréparation du secteur financier ou par une supervision et une régulation défaillantes des marchés. Ces turbulences interviennent quand les investisseurs ont des incertitudes sur la capacité d'un pays à absorber un choc. Ces incertitudes sont d'autant plus exacerbées que les investisseurs identifient :

- un « déséquilibre » du *policy mix*, rendant inévitable un réalignement du taux de change et/ou un rééchelonnement de la dette ;
- des faiblesses structurelles, telles que des lacunes des régimes juridiques (protégeant par exemple l'investissement), un manque de transparence comptable, une insuffisance des infrastructures financières et de l'épargne

privée, une fragilité du secteur bancaire, une rigidité excessive du marché des biens ou du marché du travail, etc.

Les répercussions de la crise asiatique de 1997 dans les pays émergents, puis de la crise russe en 1998, illustrent cette remarque. Il serait, en effet, abusif de ne voir que des phénomènes de contagion dans la diffusion de ces crises au sein des pays émergents et en transition, dont beaucoup présentaient à l'époque de profonds déséquilibres dans leurs « fondamentaux » macroéconomiques et financiers. En Russie par exemple, la faiblesse du rendement fiscal empêchait tout rétablissement « mécanique » des finances publiques, contrairement à certains pays asiatiques qui dégageaient un excédent budgétaire avant le déclenchement de la crise. Cette faiblesse intrinsèque de l'économie russe a favorisé une dépréciation du rouble qui s'est conjuguée à un *policy mix* inapproprié, à l'issue de la phase d'ajustement drastique du change. En effet, le déficit budgétaire a été en partie couvert par émission monétaire, favorisant une résurgence de l'inflation. Il est alors devenu impossible de restaurer la confiance des investisseurs, ce qui a exacerbé les problèmes liés à la dette externe et a débouché sur un moratoire de remboursement.

En Europe, toutefois, où l'on a affaire à des économies fortement structurées, avec des infrastructures et des pratiques de marchés financiers ayant atteint un haut niveau de maturité, des dynamiques de contagion ont bel et bien été observées, par exemple lors de la crise du système monétaire européen en 1992 et 1993. À l'origine, les attaques se sont portées sur les deux économies jugées les plus fragiles (Royaume-Uni et Italie). Dans un second temps, la crise s'est portée sur le franc français. Mais les turbulences financières ont pu être contenues. Le taux d'inflation et les niveaux de la dette et du déficit publics rapportés au PIB français étaient en effet inférieurs en 1992-1993 aux moyennes européennes correspondantes, tandis que le commerce extérieur était excédentaire, reflétant une situation concurrentielle relative solide. Enfin, l'axe monétaire franco-allemand a assuré une réponse à la fois politique et financière, pour contrecarrer les vagues d'attaques spéculatives.

Les autres facteurs

Si un *policy mix* efficient permet de minimiser le risque et l'impact des turbulences financières, il est important également de reconnaître que d'autres mesures peuvent participer à l'endiguement de ces turbulences.

S'agissant des pays s'ouvrant peu à peu à l'international, ceci plaide notamment en faveur de deux orientations.

- La première de ces orientations est une libéralisation séquentielle et progressive du secteur financier interne, suivie d'un relâchement des contraintes affectant le compte de capital et assortie d'un contrôle prudentiel efficace. L'exemple du Chili en illustre l'efficacité lorsque des mesures structurelles sont combinées à un *policy mix* efficient. *A contrario*, les turbulences traversées par l'Afrique du Sud montrent que le *policy mix* à lui seul n'est pas suffisant. Pour les pays africains de la Zone franc, la libéralisation par étapes des transactions extérieures,

qui a concerné les transactions courantes et les mouvements de capitaux désormais soumis à une réglementation des changes au niveau régional des unions monétaires — Union économique et monétaire ouest africaine (UEMOA) et Communauté économique et monétaire d'Afrique centrale (CEMAC) —, répond à cette préoccupation, en donnant la priorité à la création de marchés et d'instruments financiers internes.

- La seconde orientation est la mise en place d'unions monétaires régionales, qui interdit les dévaluations compétitives entre des pays qui sont des partenaires commerciaux et stabilise le taux de change effectif. En outre, en assurant à un niveau supra-national le respect des règles monétaires, voire budgétaires, une union monétaire apporte aux investisseurs des gages supplémentaires en termes de prudence et de cohérence des orientations des politiques économiques.

Enfin, d'autres conditions doivent être poursuivies ou remplies pour tirer bénéfice de ces approches, notamment l'amélioration de la qualité de la main d'œuvre, l'existence d'infrastructures appropriées et le développement d'une capacité d'absorption locale de la production et la bonne gouvernance, qui sont également des critères non négligeables d'attrait et de la confiance des investisseurs.

2. Quels sont les objectifs et les modalités de gestion d'un *policy mix* équilibré ?

2.1. Deux objectifs : stabilité des prix et soutenabilité de la dette publique

Mis sous la surveillance des marchés du fait de la globalisation financière, le *policy mix* doit être fortement et constamment crédible. Pour favoriser une croissance soutenue, pérenne et non inflationniste, les politiques à mettre en place doivent avoir des objectifs spécifiques. En conséquence, la politique monétaire doit viser à garantir la stabilité des prix et la politique budgétaire à assurer la soutenabilité de la dette publique.

La stabilité des prix

Le terme « stabilité des prix » ne signifie certes pas « une inflation nulle ». Pour les praticiens que sont les banquiers centraux, il importe avant tout que la variation des prix soit assez faible pour que les agents considèrent qu'elle n'influence que marginalement leurs décisions. Les travaux réalisés, notamment aux États-Unis (Boskin et al., 1996, ou Shapiro et Wilcox, 1996), ont en effet montré que les mesures traditionnelles des prix pouvaient conduire à une surévaluation de l'inflation. La commission Boskin, par exemple, a estimé cette surévaluation pour les États-Unis autour de 1,3 point de pourcentage. En Europe, ce biais est estimé à moins de 1 point de pourcentage. Un biais allant dans le sens d'une surévaluation étant donc plausible, une inflation nulle pourrait signifier dans la réalité une baisse du niveau général des prix qui engendrerait d'autres problèmes au niveau

macroéconomique. Aussi l'expérience des banques centrales de la zone euro conduit-elle à fixer à 2 % environ le taux de croissance au-delà duquel les mécanismes d'indexation et des distorsions de prix relatifs pourraient apparaître sur le moyen terme.

L'objectif de stabilité des prix adopté par la Zone franc — l'article premier des statuts de la BEAC, par exemple, précise que sa mission est d'« émettre la monnaie et d'en garantir la stabilité » — fait écho à celui de la zone euro. Il est complété par un niveau de réserves de changes dont le minimum est fixé par les conventions monétaires. En effet, l'exigence d'un niveau substantiel de réserves de change constitue un « signal » des banques centrales envers le marché quant à leur volonté d'éviter une dérive du taux de change, voire de respecter un objectif de change. Toutes les crises financières se caractérisent par un effondrement temporaire des capacités d'emprunt. Un pays ne peut préserver la liquidité de son économie — et donc prévenir un choc déflationniste — que s'il conserve une capacité d'intervention en cas de crise, sous forme, notamment, de réserves de change. Pour Feldstein (1999), « l'autoprotection » des économies émergentes vis-à-vis des crises financières doit être un élément totalement intégré à l'architecture financière mondiale et repose sur de substantielles réserves de change et des lignes de crédit en devises inutilisées. Cette condition est d'autant plus nécessaire que le pays considéré est intégré dans la finance mondiale.

La soutenabilité de la dette publique

S'agissant de la politique budgétaire, la soutenabilité de la dette publique peut être examinée d'un point de vue dynamique en définissant la contrainte budgétaire de l'État en termes réels. Une dette est alors dite soutenable si la croissance économique est supérieure au taux d'intérêt réel des obligations publiques (Sargent et Wallace, 1981). En effet, dans ce cas, sous l'hypothèse d'une élasticité unitaire entre le solde budgétaire et l'activité économique, les recettes de l'État progressent plus vite que les intérêts de la dette. Toutefois, on ne peut s'attendre à un taux d'intérêt réel constamment inférieur au taux de croissance ; si ce dernier faiblit, l'effet de levier s'inverse et la dynamique de la dette devient explosive. On peut aussi adopter une approche en termes nominaux, en imposant que le rapport dette sur ressources (ou recettes) permettant d'en assurer le service tende à long terme vers zéro (Fève et Hénin, 1998). On peut, enfin, adopter une approche statique en considérant qu'une dette est soutenable quand l'État peut en assurer le service tout en contenant le déficit dans des limites raisonnables.

Dans le cas de l'Afrique, la crédibilité budgétaire est liée au rétablissement d'un rééquilibrage entre recettes fiscales et service de la dette et à un contrôle plus strict des autres dépenses publiques³. Rappelons que le rapport service de la dette sur recettes fiscales a atteint 45 % dans les pays de la CEMAC en 2001, soit plus du double du niveau observé en France. En outre, au sein de la Zone franc, le prélèvement public ramené au PIB est en baisse de 5 points par rapport à son niveau du début des années quatre-vingt, soit 15 %. Ce chiffre est inférieur au taux

³ Selon les données de la Banque mondiale, les pays de l'Afrique subsaharienne ont affecté, par exemple, en 1992 et 1997, respectivement 3,1 et 2,3% de leur PNB aux dépenses militaires, soit exactement les mêmes proportions que les pays à hauts revenus.

moyen des pays en voie de développement, qui dépasse 20 %. Cette situation reflète, d'un côté, les difficultés dans la conception et la mise en œuvre des politiques fiscales, qui agissent insuffisamment sur le taux de recouvrement de l'impôt et, de l'autre, une dégradation de la situation des secteurs générateurs de recettes fiscales.

Les solutions consistent, essentiellement, à accroître les capacités institutionnelles des États à lutter contre l'évasion fiscale — notamment à l'encontre du secteur informel « structuré » — et à redéfinir le champ des exonérations. À côté de ces aspects structurels, la réduction de la dette de plusieurs pays de la Zone franc dans le cadre de l'initiative internationale « pays pauvres très endettés – PPTE » doit évidemment être encouragée. En diminuant la dette externe et, partant, la charge de son service, les pays bénéficiaires de cette initiative disposeront de conditions permettant d'en préserver le caractère « soutenable » à moyen terme.

2.2. Trois modalités : absence de coordination *ex ante*, pragmatisme et transparence des décisions

L'absence de coordination ex ante

La crédibilité des politiques monétaire et budgétaire suppose des autorités indépendantes et le respect de deux principes :

- chaque autorité doit appliquer une politique « autosuffisante », au sens où elle ne doit pas compter sur l'aide de l'autre en cas de défaillance, sinon l'une des deux autorités ne sera plus crédible quant à sa volonté de remplir l'objectif qui lui est assigné ;
- l'affectation des instruments aux objectifs est justifiée par le souci d'identifier clairement les responsabilités de chaque autorité, ce qui permet de renforcer sa volonté d'atteindre l'objectif.

Il ne peut donc y avoir de coordination *ex ante* car toute intervention d'une autorité auprès de l'autre au sujet de la politique à suivre constituerait une entorse au principe de « cohérence intertemporelle ». Pour garantir ce principe et, notamment, pour que la politique monétaire ne soit pas affectée par les cycles politiques, les parlements des grandes démocraties ont, pour la plupart, garanti par la loi l'indépendance de la banque centrale.

L'absence de coordination *ex ante* ne signifie pas pour autant que les interactions entre politiques monétaire et budgétaire soient négligées : l'impact des besoins de financement de l'État sur la courbe de rendements, voire sur le taux de change dans le cas de placements auprès de non-résidents, est un paramètre qui est pris en compte par la banque centrale. De même, le ministère des Finances inclut des hypothèses d'évolution de prix et de taux d'intérêt dans sa programmation budgétaire.

Le pragmatisme

Du point de vue de la politique monétaire, le pragmatisme consiste notamment à déterminer la formulation appropriée de l'objectif de stabilité des prix en tenant compte de facteurs internes (inflation passée et/ou anticipée, coût salarial, productivité, prix administrés, etc.) et de facteurs externes (indices de compétitivité prix, demande mondiale, offre et demande d'énergie, etc.). Dans certains cas, il peut sembler souhaitable de ne pas fixer un horizon précis pour l'objectif de stabilité des prix, mais de se placer dans une perspective de « moyen terme » afin que la crédibilité ne soit pas mise à mal par un choc temporaire. Il y a clairement un problème d'arbitrage entre l'horizon de la prévision, le souci de respect des objectifs et l'instauration ou la restauration de la confiance des marchés et des investisseurs dans les intentions des autorités. Le pragmatisme peut aussi expliquer des différences opérationnelles parfois importantes entre pays, alors que le raisonnement sous-jacent est, en fait, invariant.

Du point de vue de la politique budgétaire, les critères garantissant la soutenabilité de la dette peuvent être appréciés dans une perspective statique (critères fixés sur des grandeurs exprimées en termes nominaux) ou dynamique. Si le respect d'une norme nominale est crucial pour des questions de crédibilité, l'évolution vers cette norme est aussi importante. En zone euro, les références bien connues sont, respectivement, de 3 % pour le déficit public et de 60 % pour le ratio vers lequel il doit tendre puisqu'il ne doit pas dépasser le rapport de la dette sur le PIB.

S'agissant de la zone CEMAC, la modification des critères budgétaires en juillet 2001 relève de cette exigence de pragmatisme. Les nouveaux critères budgétaires sont un solde budgétaire primaire positif, une dette publique inférieure à 70 % du PIB, un stock des arriérés apuré à l'horizon 2004. Cet ensemble de règles correspond à un objectif clair et réaliste. Cependant, le non-respect des critères n'est suivi que de recommandations. À terme, leur crédibilité va donc dépendre de l'exigence de chaque État de la zone et de la rigueur de la surveillance mutuelle.

Par ailleurs, selon Deroose et Thiel (2002), le faible développement des marchés financiers et des marchés de titres publics en CEMAC serait la cause d'une transmission des impulsions de politique monétaire plus lente que dans la zone euro. Pour palier cette différence de réactivité, le Conseil d'administration de la BEAC fixe pour chaque État des objectifs d'avoirs extérieurs nets, de croissance des crédits à l'économie et de masse monétaire, en sus d'objectifs de refinancement des banques en cohérence avec les objectifs en matière de croissance économique, d'équilibre extérieur et de finances publiques.

La transparence

Le principe de transparence permet à chaque agent d'être en mesure de s'assurer que l'objectif fixé par les autorités a été respecté ou peut l'être : celui-ci doit être simple, abondamment documenté et facilement vérifiable. Il est, notamment, la

contrepartie naturelle de l'indépendance octroyée aux autorités monétaires et du pouvoir discrétionnaire potentiel dont disposent les autorités budgétaires. De ce fait, l'évaluation de l'objectif doit être fondée sur des principes et méthodes pertinents, robustes et stables, afin de ne pas créer le sentiment d'une manipulation des informations ou d'introduire trop d'incertitude sur la qualité des données.

Pour la politique monétaire, deux types d'informations revêtent une importance particulière :

- la publication, fréquente et régulière, de l'indice des prix, établi par une institution indépendante de la banque centrale. En zone euro, il s'agit de l'indice des prix à la consommation harmonisé — IPCH —, élaboré et publié tous les mois par Eurostat. A cet égard, les initiatives d'Afristat, tendant à la mise en place d'un IPCH en UEMOA depuis 1998, d'une part, et d'un IPCH en cours d'élaboration en CEMAC, d'autre part, doivent être saluées ;
- la diffusion de communiqués et/ou la tenue de conférences de presse à l'issue de chaque réunion des instances monétaires (conseil des gouverneurs, mensuel, en zone euro), et la publication de « bulletins périodiques » à contenu analytique. La nécessité de communiquer pose toutefois le problème de la solidarité des autorités collégiales en charge de la politique monétaire et de la cohérence de leurs déclarations, particulièrement dans le cadre d'une union monétaire. La publication des positions individuelles et des votes nominatifs, par exemple, n'est pas nécessaire à un exposé des arguments en présence et ne va pas sans inconvénient. À son actif, on peut certes noter qu'elle paraît appréciée par les marchés. À son passif, on doit toutefois souligner qu'elle peut nuire à la franchise des débats et à la rapidité de la communication dans la mesure où elle nécessite un travail de réécriture des propos de chacun. Diffusée avec décalage, ne serait-ce que de quelques jours, elle peut brouiller le message des autorités. En outre, elle peut être de nature à mettre les membres du Conseil, à titre individuel, sous la pression d'autres autorités, notamment nationales.

Pour la politique budgétaire, la comptabilité publique doit satisfaire aux normes internationales et être ainsi soustraite aux contingences locales. Les autorités doivent publier dans des délais rapides des informations fiables et peu sujettes à révision sur l'exécution des lois de finances et l'échéancier de la dette publique. Il faut souligner l'importance de la contribution des organismes internationaux (Fonds monétaire international, Banque mondiale, Organisation de coopération et de développement économique) ou régionaux (Commission européenne, Commission de l'UEMOA et Secrétariat exécutif de la CEMAC) pour mener à bien des analyses comparatives, notamment concernant la pression fiscale.

Notons enfin que c'est à des fins de transparence et de respect des règles de marché que la banque centrale ne doit pas consentir d'avance directe à l'État. Le processus engagé de la suppression des avances de la BEAC et de la BCEAO aux États répondra à ces impératifs lorsqu'il sera parvenu à son terme.

3. Enjeux stratégiques et pratiques en union monétaire

3.1. L'enjeu stratégique essentiel est la coordination des politiques budgétaires nationales

Desserrement de la contrainte budgétaire et aléa moral

Le premier enjeu est d'éviter les tentations de faire « cavalier seul » et d'aléa moral, d'autant que l'appartenance à une zone monétaire desserre la contrainte des marchés sur chaque pays pris individuellement. Ce desserrement de la contrainte s'illustre de deux manières :

- sur le marché obligataire, les primes de risque sur les dettes peuvent être peu différenciées d'un pays à l'autre, ce qui peut refléter un degré élevé de convergence, mais peut aussi traduire l'incapacité de juger les conséquences d'une cessation de paiement au sein d'une union monétaire. Ainsi en zone euro, les rendements des emprunts d'État sont devenus très proches les uns des autres malgré des situations budgétaires contrastées et une clause du Pacte de stabilité et de croissance – PSC – selon laquelle la solvabilité d'un État n'est pas contre-garantie par les autres (clause de « *no bail out* »). Dès lors le comportement inapproprié d'un État risque d'élever le niveau d'ensemble des taux d'intérêt de la zone et non la seule prime de risque nationale ;
- sur le marché des changes, les effets d'un manque de discipline budgétaire dans un seul pays sont d'autant plus atténués que ce pays aura une part faible dans le PIB de la zone, les opérateurs prenant en considération les données globales de la zone.

Chocs asymétriques et constitution de marges de manoeuvre budgétaires

Le second enjeu est de répondre aux chocs asymétriques, ce qui nécessite de préserver les marges de manoeuvre des budgets nationaux.

En effet, la politique monétaire n'a pas vocation à accommoder les chocs asymétriques, car cela la conduirait à « surpondérer », dans la stratégie monétaire, les événements survenant dans un pays donné de l'union monétaire. Ceci nuirait à l'objectif de stabilité des prix qui doit être observé, en moyenne, dans la zone. La dispersion des variations des prix au sein d'une union monétaire reflétant une asymétrie qui n'est pas d'ordre monétaire, doit être traitée par d'autres armes, notamment des politiques structurelles visant à rendre plus flexibles les marchés des biens et services (y compris les services financiers), ainsi que celui du travail.

La coordination des politiques budgétaires nationales en zone euro est organisée par le Pacte de stabilité et de croissance, auquel la Banque centrale européenne — BCE — et l'ensemble des banques centrales nationales, — notamment la Banque de France — apportent un soutien permanent. Le 24 octobre 2002, le Conseil des

gouverneurs de la BCE a ainsi publié un communiqué encourageant les États à assainir leur politique budgétaire à quatre niveaux :

- en réduisant le déficit budgétaire structurel de 0,5 % du PIB par an ;
- en adoptant des hypothèses réalistes en ce qui concerne l’environnement économique national et international ;
- en clarifiant les mesures prises en vue d’atteindre l’ajustement ;
- en adoptant des règles comptables rigoureuses et des procédures strictes de suivi de la mise en œuvre des stratégies d’assainissement.

Ce souci semble également présent en CEMAC, où il est d’autant plus vital que la zone monétaire réunit des pays aux structures plus hétérogènes, susceptibles d’être affectées par des chocs asymétriques (par exemple, à des pays dont les structures des exportations ou dont les taux d’endettement ne sont pas les mêmes). En conséquence, la marge de manœuvre des budgets nationaux doit être augmentée pour absorber ces chocs asymétriques, compte tenu de l’étroitesse de la base fiscale et du poids du service de la dette publique.

3.2. L’enjeu pratique majeur est le maintien d’un dialogue permanent entre autorités indépendantes

S’il existait une coordination *ex ante* entre politiques monétaire et budgétaire, ceci équivaldrait à s’engager à l’avance sur un niveau donné de taux d’intérêt. Cet objectif est irréaliste dans un monde globalisé où prévaut la mobilité des capitaux. Toutefois, même en l’absence de coordination, un dialogue régulier entre autorités monétaires et budgétaires reste essentiel. Ce dialogue s’appuie sur un *corpus* de règles et sur le rôle de nombreuses instances.

Concernant l’Union européenne, les règles budgétaires sont fixées d’abord par les critères de convergence, ensuite, par le PSC.

Conformément au principe de séparation des autorités, c’est la Commission européenne qui veille au respect des critères et du PSC (ce qui n’empêche pas les autorités monétaires de se prononcer comme l’a montré la déclaration du 24 octobre 2002).

Le dialogue entre autorités est organisé à deux niveaux :

- celui des instances communautaires, où discutent les autorités budgétaires et monétaires (le Comité économique et financier, l’Eurogroupe et même le Conseil des gouverneurs de la BCE, où siège notamment le président de l’Eurogroupe) ;
- au niveau national, où les banques centrales de chaque pays exposent la politique monétaire aux gouvernements et devant leur parlement.

Concernant la Zone franc, les règles budgétaires sont fixées par les unions régionales, avec des critères de convergence économiques complémentaires des objectifs fixés dans le cadre de la programmation monétaire. En UEMOA, l'organisation du dialogue économique est assurée par la BCEAO représentée au sein du Conseil des ministres de l'Union, par la concertation entre le gouverneur et les autorités budgétaires au sein des comités nationaux du crédit ainsi que par le rôle de la Commission de l'UEMOA dans le cadre du Pacte de convergence, de stabilité, de croissance et de solidarité.

Au sein de la CEMAC, la BEAC est également présente au sein des organes exécutifs régionaux (Conférence des chefs d'État, Comité ministériel de l'UMAC). Avec le secrétariat exécutif de la CEMAC, elle participe au suivi du Programme sous-régional de redressement économique et financier et se concerta avec les autorités budgétaires au sein des comités monétaires et financiers nationaux.

En conclusion, la globalisation financière a fait de la crédibilité du *policy mix* un impératif de l'efficience de ce dernier. Cette crédibilité ne peut être obtenue qu'en affectant à chaque autorité un objectif spécifique : stabilité des prix pour la politique monétaire, soutenabilité de la dette publique pour la politique budgétaire. Le maintien de cette crédibilité suppose en pratique que soient rendus compatibles l'absence de coordination *ex ante*, un certain pragmatisme et une très grande transparence. Enfin, au sein des unions monétaires, où les politiques budgétaires nationales doivent, en outre, conserver suffisamment de marges de manœuvre pour répondre aux chocs asymétriques, la discipline budgétaire et l'organisation d'un dialogue permanent entre autorités sont des enjeux majeurs qui conditionnent la réussite du *policy mix*.

Deux points complémentaires, qui reviennent sur le rôle des politiques structurelles, sont à souligner.

- Il ne faut pas surestimer l'impact stabilisateur du *policy mix*, fût-il efficient. Seule une approche structurelle permet de traiter les chocs affectant l'offre, en abaissant le coût du travail, en soutenant l'investissement, en développant ou en améliorant le niveau de formation et, dans une optique plus large, en encourageant une bonne « gouvernance » c'est à dire le respect des objectifs, le contrôle des dépenses publiques et une plus grande transparence dans les actes politiques des gouvernements. En ce qui concerne la Zone franc, c'est non seulement une question de cohérence, mais aussi la conséquence des faibles marges de manœuvre des politiques budgétaire et monétaire.
- La cohérence d'ensemble de la politique économique ne se résume pas au *policy mix*. Elle doit tenir compte des facteurs structurels, notamment la solidité du système bancaire, le degré de développement des marchés financiers, la robustesse des systèmes de paiement et, bien sûr, l'existence d'un cadre juridique et prudentiel approprié et d'un système institutionnel et judiciaire efficace. Ces facteurs structurels sont déterminants pour acquérir et préserver la confiance des investisseurs, résidents et étrangers.

Ce sont toutes ces mesures qui permettront de favoriser les investissements à long terme dont les pays de la Zone franc ont besoin.

On pourrait donc avancer que l'efficience du *policy mix* à l'heure de la globalisation repose sur deux piliers : le premier est celui de la crédibilité des politiques monétaire et budgétaire ; le second, « pilier caché », est la qualité des politiques structurelles allant dans le sens d'un renforcement des « fondamentaux » macroéconomiques et financiers. Ce sont deux conditions essentielles du développement durable.

Bibliographie

Association d'économie financière (1998), « Le *Policy mix* », Revue d'économie financière, n°45.

Bhalla, S. (2002), « *Imagine there's no Country : Poverty, Inequality, and Growth in the Era of Globalization* », Institute for International Economics.

Barro, R.J. and D. Gordon (1983), « *A positive Theory of Monetary Policy in a natural Rate Model* », Journal of Political Economy, vol 91, pp 589-610.

Bekaert, G. and C. Harvey (2000) « *Foreign Speculators and Emerging Equity Markets* », The Journal of Finance, 55, 562-613.

Boskin, M., E. Dulberger, E. Griliches, R. Gordon and D. Jorgensen (1996), « *Toward a More Accurate Measure of the Cost of Living* », Final Report to the Senate Finance Committee, December.

Deroose, S. and M. Thiel (2002), « *Policy mix – A Pre-Condition for Sustainable Public Finance : European Experience and Lessons for CEMAC* », European Commission, mimeo.

ECB (2001), « *The Monetary Policy of the ECB* », Frankfurt am Main.

Feldstein, M. (1999), « *Self Protection for Emerging Market Economies* », NBER Working Paper, n°6907.

Fève, P. et P.-Y. Hénin (1998), « Une évaluation économétrique de la soutenabilité de la dette extérieure des pays en développement », Revue économique, vol.49, n°1, 75-86.

Henry, P. (2000), « *Stock Market Liberalization, Economic Reform and Emerging Market Equity Prices* », The Journal of Finance, 55, 529-564.

Kydland, F. E. et E. Prescott, (1977), « *Rules rather than Discretion: The Time Inconsistency of Optimal Plans* », Journal of Political Economy, 85:473-490.

Lucas, R.E. Jr. (1976), « *Econometric Policy Evaluation: A Critique* », in K. Brunner and A. Meltzer (eds), The Phillips Curve and Labor Markets, Vol. 1 of Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, North Holland, Amsterdam, 19-45.

Mundell A. Robert (1963) « *Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates* », The Canadian Journal of Economics and Political Science, XXIX, n° 4, 475-485.

Ravallion, M. (2000), « *On Decomposing Changes in Poverty into Growth and Redistribution Components* », Journal of Quantitative Economics 16(1) : 105-118.

Ravallion, M. (2002), « *Have we Already Met the Millenium Development Goal for Poverty?* », World Bank, mimeo.

Sargent, T. and N. Wallace (1981), « *Some unpleasant monetarist arithmetic* », Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review, Fall, pp 1-17.

Schmukler S.L. and P. Zoido-Lobaton (2001), « *Financial globalisation: opportunities and challenges for developing countries* », World Bank, mimeo.

Shapiro, M. and D. Wilcox (1996), « *Mis-measurement in the consumer price index: an evaluation* », NBER Working Paper, n° 5590.

Stiglitz, J.E. (2000), « Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability », World Development vol.28, 6, 1075-1086.

World Bank (2002a), « *World Development Report* », World Bank, Washington DC.

World Bank (2002b), « *Globalization, growth and poverty* », World Bank, Washington DC.

Annexe 1

Besoins de développement et urgences des réformes structurelles

Les chiffres de quelques indicateurs macroéconomiques sur la période récente soulignent l'importance et l'urgence des réformes structurelles en Afrique subsaharienne :

- entre 1980 et 1998, la consommation par tête a reculé en moyenne de 1,2 % en Afrique subsaharienne (sous les effets combinés d'une forte croissance de la population et d'une relative atonie de la production) alors qu'elle a augmenté, respectivement, de 2,6 % en Asie du Sud et 5,6 % en Asie de l'Est et dans le Pacifique ;
- en 1999, alors que la population de l'Afrique subsaharienne représentait environ 11 % de la population mondiale, son poids, en termes de PNB, était seulement de 1,1 %.
- de 1990 à 1998, les dépenses de santé ont représenté 1,5 % du PIB en Afrique subsaharienne contre 3,1 % dans les pays à revenus moyens ou 6,2 % dans les pays à hauts revenus. On peut faire des remarques similaires sur les dépenses de formation ;
- autre fait marquant, l'Afrique subsaharienne est la seule région où l'espérance de vie a baissé de manière significative au cours des dernières décennies en raison, entre autres, de l'apparition ou de la persistance de diverses pandémies et des conflits armés.

Annexe 2

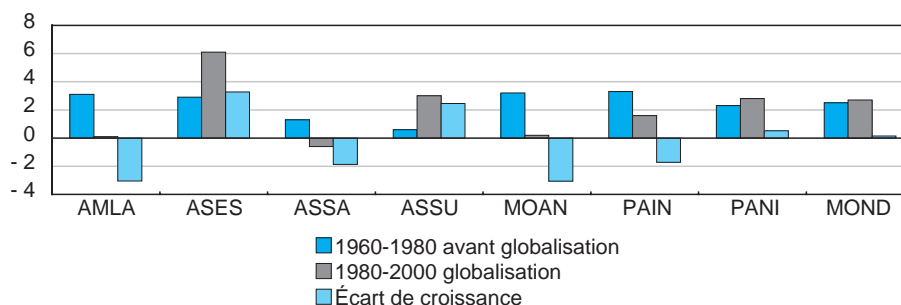
Globalisation financière et disparités régionales

Il convient de tenir compte des disparités régionales en termes de positionnement dans les phases de développement, notamment des marchés financiers. En retenant le revenu par tête comme indicateur de bien-être et en supposant de manière un peu arbitraire que la dernière vague de globalisation financière a commencé au début des années quatre-vingt — Bekaert et Harvey (2000), Henry (2000) — on peut, avec les précautions d'usage sur la fiabilité des chiffres — voir Bhalla (2002) —, rappeler les éléments suivants, illustrés par les graphiques ci-après :

- l'économie mondiale semble globalement tirer profit de la globalisation, au sens où le taux de croissance de l'indicateur retenu est légèrement plus élevé sur la période 1980-2000 que sur celle 1960-1980 (2,7 %, contre 2,5 % en moyenne) ;
- l'Asie de l'Est apparaît comme le principal bénéficiaire en affichant un taux de croissance pour la période 1980-2000 (6,1 %) deux fois supérieur à celui de la période 1960-1980 (2,9 % pour l'Asie de l'Est et 0,6 % pour l'Asie du Sud) ;
- en revanche, entre 1980 et 2000, l'Amérique latine ainsi que les pays du Moyen- Orient et de l'Afrique du Nord ont affiché des taux de croissance faibles, significativement inférieurs au taux qui prévalait sur la période 1960-1980 (3,1 % et 3,2 %) ;
- en Afrique subsaharienne enfin, le taux de croissance correspondant à la période 1980-2000 est non seulement plus faible que celui de la période précédente (qui était faible, mais positif), mais de plus négatif (– 0,6 %). Toutefois, en fin de période (1995-2000), le taux de croissance annuel moyen du revenu par tête est redevenu positif, de façon plus marquée en Zone franc (1,6 %) qu'en Afrique considérée globalement (1 %).

Taux de croissance moyen du revenu annuel par tête

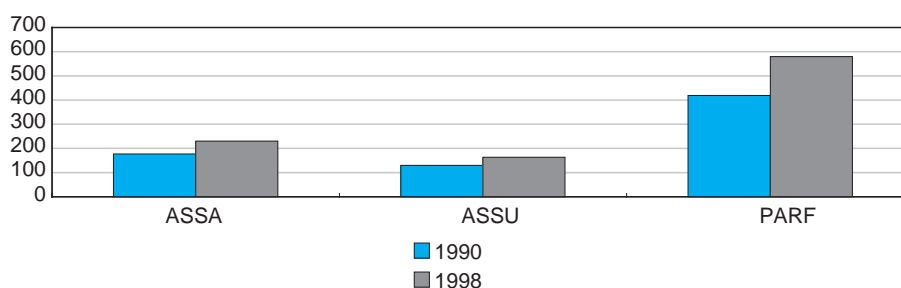
(en %)



Source : Bhalla (2002)

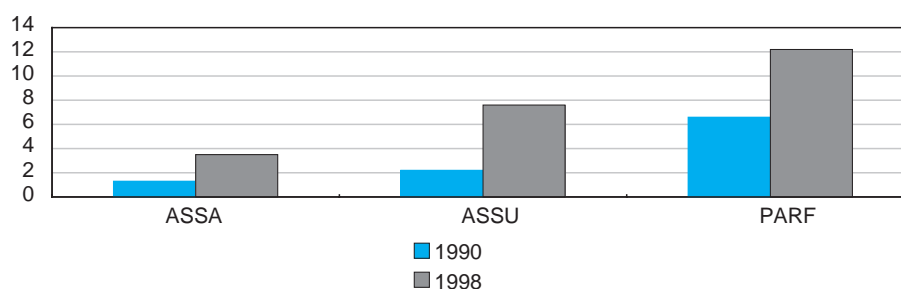
Dettes extérieures

(en milliards de dollars)



Flux net de capitaux privés

(en milliards de dollars)



AMLA : Amérique latine
 ASES : Asie de l'Est
 ASSA : Afrique subsaharienne
 ASSU : Asie du Sud
 MOAN : Moyen-Orient et Afrique du Nord
 MOND : Monde
 PAIN : Pays industrialisés
 PANI : Pays non industrialisés
 PARF : Pays à revenus faibles

Source : Banque mondiale (indicateurs du développement dans le monde)